

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

O DÉFICIT EM CONTA CORRENTE DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA ENTRE OS ANOS 2000 - 2004

JOÃO PAULO CAMPELLO RODRIGUES PEREIRA
Matrícula nº: 102019690

ORIENTADOR: Prof. FERNANDO JOSÉ CARDIM DE CARVALHO

SETEMBRO DE 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

O DÉFICIT EM CONTA CORRENTE DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA ENTRE OS ANOS 2000 - 2004

JOÃO PAULO CAMPELLO RODRIGUES PEREIRA
Matrícula nº: 102019690

ORIENTADOR: Prof. FERNANDO JOSÉ CARDIM DE CARVALHO

SETEMBRO DE 2010

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

RESUMO

Esta Monografia de graduação, do curso de Economia da UFRJ, pretende investigar a literatura econômica, em particular as publicações oficiais do Banco Central Americano e de autoridades dos Estados Unidos da América, em busca de explicações para o crescimento do déficit em Conta Corrente no Balanço de Pagamentos dos Estados Unidos da América, entre os anos 2000 e 2004. Para realizar uma investigação mais completa, além das publicações do Banco Central Americano, há uma síntese da visão de outros economistas, que tem uma visão crítica em relação à apresentada anteriormente.

Por se tratar de um tema muito amplo, este estudo aborda diversos assuntos relacionados ao déficit, como: Os fundamentos da economia que garantem a sustentabilidade do déficit em Conta Corrente. A questão da alavancagem e do endividamento crescente dos agentes econômicos nos EUA. Há considerações sobre um possível processo de ajustamento externo da economia norte americana, e se este processo seria gradual e estável ou se seria caótico e abrupto. Também identifica as políticas econômicas mais adequadas para a contenção do déficit em conta corrente, na opinião das autoridades responsáveis pelo assunto.

Em seguida, mostra dados que explanam a relevância da economia norte-americana para o resto do mundo, dando ênfase às informações que comparam o crescimento do Produto Interno Bruto americano e mundial, bem como comparando o comércio internacional e o fluxo de capitais. Há no fim, para concluir, um confronto entre as idéias expostas pelos autores que foram selecionados como fonte de pesquisa para esta monografia.

A escolha do período 2000-2004 é justificada pelo fato de ser a partir de 2005 que aparecem manifestações mais esclarecedoras do FED e de outros autores influentes. Todos alertando para a questão, examinando o período anterior recente e buscando explicações para o aumento histórico do déficit em Conta Corrente. Os discursos, pronunciamentos e conferencias no período 2000-2004, não examinam adequadamente a questão deste déficit. É a partir de 2005 que encontramos manifestações neste sentido, em particular do Ferguson, Bernanke e Lawrence H. Summers.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

BEA	Bureau of Economic Analysis
Dbc	Déficit no Balanço Comercial dos Estados Unidos da América
Dcc	Déficit em Conta Corrente dos Estados Unidos da América
EUA	Estados Unidos da América
FED	Federal Reserve – Banco Central Americano
FMI	Fundo Monetário Internacional
PIB	Produto Interno Bruto

Índice

INTRODUÇÃO.....	6
CAPITULO I – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	
I.1 – AS ABORDAGENS PARA ANÁLISE DO DÉFICIT EM CONTA CORRENTE.....	7
I.2 – A POSIÇÃO DO PRESIDENTE DO FED.....	13
I.3 - A VISÃO DE SUMMERS.....	19
I.4 - A VISÃO DE ALAN GREENSPAN.....	23
CAPITULO II – A INSERÇÃO DOS EUA NA ECONOMIA MUNDIAL	
II.1 - A CONDIÇÃO DE MARSHALL – LERNER.....	26
II.2 - ANÁLISE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS AMERICANO.....	29
II.3 - O PESO RELATIVO DA ECONOMIA NORTE AMERICANA.....	34
III – CONCLUSÃO.....	41
IV – REFERÊNCIAS BIBLIOGRAFICAS.....	43
V - LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS	
GRAFICO 1 - Decomposição do déficit comercial.....	11
GRAFICO 2 – Poupança estrangeira líquida e poupança do governo, investimento líquido e poupança privada em % do PIB.....	22
GRAFICO 3 – Saldo de conta corrente e taxa de câmbio.....	28
GRAFICO 4- Conta corrente dos EUA e seus componentes.....	30
GRAFICO 5 – Déficit comercial bilateral.....	33
GRAFICO 6 – Déficit comercial desagregado.....	33
GRAFICO 7 – Variação anual do PIB global e norte americano.....	34
GRAFICO 8 – Taxa anual de crescimento do comércio internacional.....	36
GRAFICO 9 – Déficits e superávits comerciais no cenário global.....	39
TABELA 1 - Balanços de conta corrente globais.....	15
TABELA 2 – Conta corrente dos EUA e seus componentes.....	30
TABELA 3 – Comércio de bens em % do PIB.....	37
TABELA 4 – Variação real do PIB.....	38

INTRODUÇÃO

O Déficit em Conta Corrente no Balanço de pagamentos dos EUA é em grande parte determinado pelo Déficit na Balança Comercial, que existe desde 1976, tornando este um assunto amplamente explorado pelos economistas. Por outro lado, o que chama mais atenção é que durante os últimos anos o déficit comercial chegou a valores sem precedentes seja tanto em relação ao PIB americano seja quanto em valores absolutos. A esse problema somam-se o mais rápido aumento do déficit público desde a segunda guerra mundial¹, o crescente endividamento privado, a desvalorização do Dólar frente às principais moedas. Todas essas questões levantaram dúvidas sobre a economia norte-americana e iniciaram uma nova discussão sobre os limites para o crescimento do déficit, os fatores que garantem sua sustentabilidade, bem como sobre as medidas necessárias para seu controle, e as consequências para o mundo de uma crise internacional.

Pelos motivos citados acima, o Déficit na Balança Comercial dos Estados Unidos da América é uma questão central que marca o cenário internacional contemporâneo, pois envolve todos os países que fazem comércio com os Estados Unidos, afeta todos os bancos centrais que possuem reservas em Dólares, preocupa os investidores internacionais espalhados pelo mundo, e acaba por fim afetando de forma significativa o crescimento do produto mundial, dado o peso que este país possui tanto na destinação de bens e serviços como no fluxo de capitais.

O período 2000-2004 foi escolhido justamente por ser cheio de dados alarmantes em relação à economia norte-americana, com várias críticas sendo lançadas em relação à política do FED de manter taxas de juros muito baixas, além das críticas ao comportamento da administração de George W. Bush, que herdou um orçamento superavitário e criou um rombo nas contas públicas dos EUA. Trata-se de um período que se iniciou com uma crise na bolsa de valores, com a desvalorização das empresas “Dot-com”, e desenvolveu as condições para o surgimento de outras crises, como a das hipotecas imobiliária e de algumas outras instituições financeiras.

¹ SILVA, (2006)

CAPÍTULO I – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

I.1 As abordagens para a análise do déficit em conta Corrente

Na literatura econômica há diversas abordagens teóricas para se analisar a questão do Déficit em Conta corrente dos EUA (doravante Dcc), bem como alguns fatos estilizados que são recorrentemente associados à esse assunto. Cada uma dessas abordagens teóricas aponta uma causa diferente para o problema do déficit, bem como uma solução diferente, embora também seja possível que cada uma delas explique uma parte da verdade. Por causa desta diversidade de pontos de vista faz-se necessário expor no primeiro capítulo as teorias mais relevantes. Para tanto, serão analisados estudos divulgados pelo Banco Central Americano (o FED), porque além da grande credibilidade eles indicam qual a posição desta Instituição frente ao problema e quais as políticas econômicas que serão utilizadas. Os próximos parágrafos enfocam os discursos de Ben Bernanke e Roger W. Ferguson Jr, que são respectivamente Presidente e Vice Chairman do FED.

Ferguson foi um dos poucos autores que se esforçou em expor em um mesmo estudo as correntes de pensamento mais relevantes para explicar o Dcc dos Estados Unidos. Em um discurso proferido no Clube de Economia da Universidade da Carolina do Norte, Ferguson citou três principais abordagens para análise do Dcc dos Estados Unidos, e em seguida enumerou cinco outros fatores que contribuíram para o alargamento deste déficit. A primeira dessas abordagens pressupõe que o principal determinante do Dcc é o déficit na Balança Comercial dos EUA (doravante Dbc). Portanto, segundo este ponto de vista, as variáveis-chave que influenciam o déficit são: a taxa de Câmbio, os preços relativos dos produtos e serviços no mundo e nos EUA, assim como a renda doméstica americana e do resto do mundo.

Num ambiente de livre comércio, uma dessas “variáveis-chave”, a taxa de câmbio, impacta o déficit comercial porque a valorização da moeda americana estimula as importações, ao torna-las mais baratas, e dificulta as exportações dos EUA para o

resto do mundo, pois as encarece. A taxa de cambio tem implicações maiores do que meramente os preços relativos de produtos, impactando também as operações financeiras, investimentos, preço de commodities etc.

Outra dessas “variáveis-chave”, preços relativos de produtos e serviços no mundo e nos EUA, também causa o mesmo impacto, via preços, no mercado consumidor americano; seu impacto pode ser parcialmente regulado por tarifas, acordos comerciais, barreiras, sobre-taxas e outras medidas no âmbito dos órgãos de regulação de comercio do governo americano.

A outra “variável-chave”, renda doméstica americana e do resto do mundo, impacta pela propensão ao consumo que se segue ao aumento da renda doméstica, devido à relativa elasticidade-renda do mercado americano. Cada país, tendo a sua elasticidade-renda, apresenta impactos distintos sob esta variável.

A segunda abordagem é a da poupança – investimento, que aponta o declínio da taxa de poupança em relação ao PIB da economia americana como causador do alargamento do Déficit em conta corrente. Nesta abordagem, a oferta de crédito a baixo custo seria a raiz do problema, e a política monetária o principal instrumento de controle.

A terceira abordagem pressupõe que todo excesso de gasto em relação à renda domestica deve ser financiada por ingresso líquido de capital vindo do exterior. A teoria do investimento externo líquido aponta a onda de investimentos do resto do mundo nos EUA como fator que permitiu a expansão do Dcc. Segundo este ponto de vista, a propensão a investir dos agentes privados do resto do mundo é a variável mais importante.

Após enunciar estas três abordagens, Roger Ferguson aponta cinco outros “fatos estilizados” que são recorrentemente associados ao Dcc. O primeiro e mais famoso é conhecido como os déficits gêmeos, que associa o déficit fiscal ao déficit comercial. Esta proposição apesar de ser bastante famosa e facilmente demonstrada pelas identidades macroeconômicas está bastante enfraquecida nos meios acadêmicos, pois o Governo Clinton conseguiu criar durante alguns períodos um superávit no orçamento do Governo, sem que com isso o Dcc ou o Dbc tenham se reduzido. Mais à frente será

visto o estudo econométrico feito pelo FED² que mostra o modesto impacto da expansão fiscal no déficit em conta corrente.

O segundo fator é queda na taxa de poupança doméstica, para o qual o autor cita diversas razões: o aumento no valor dos ativos americanos, expectativas de aumento da renda disponível no futuro, a redução da taxa de juros, e os avanços na liberalização e inovação do setor financeiro. Todos esses motivos levariam à queda na taxa de poupança do setor privado, e contribuiriam para o aumento do Dcc. Este tema se relaciona diretamente com segunda abordagem acima.

O terceiro fator é o aumento da produtividade do trabalho: segundo o autor a produtividade vem aumentando cerca de 3% ao ano desde 1995, proporcionando um aumento na taxa de retorno do investimento na economia americana, atraindo fluxos de capital do exterior, fortalecendo o Dólar, valorizando ações, preços das casas e facilitando “equity financing”. Além disso, melhorou a expectativa de renda no futuro, permitindo que as famílias aumentassem sua propensão a consumir.

O quarto fator é a queda no crescimento da demanda doméstica no resto do mundo. Ferguson argumenta que houve em diversos países uma combinação de aumento na taxa de poupança e queda no investimento que proporcionou uma maior oferta de capital nos EUA, pressionando a taxa de juros para baixo e a taxa de câmbio para cima. A oferta de capital nos EUA se realiza pela compra, com moeda estrangeira, de dólares pelo investidor, o que pressiona o valor do dólar para cima. Por outro lado a maior oferta de capital em busca de aplicação financeira pressiona a taxa de juros da economia americana para baixo. Enquanto países desenvolvidos mantêm constantemente superávits em conta corrente, as taxas de crescimento dos seus PIBs estão deprimidas. Por outro lado, países em desenvolvimento da Ásia testemunharam uma redução no investimento mesmo com as altas taxas de poupança, forçando o Governo destes países a manter uma taxa de câmbio propositalmente desvalorizada para promover as exportações e impedir uma queda considerável no crescimento do produto interno bruto.

² FERGUSON, 2005

Por fim, como quinto fator, o autor cita as melhorias na intermediação financeira global como um dos motivos que permitiu o rápido crescimento do Dcc.

Esta linha de raciocínio aponta que a aversão dos investidores em aplicar seus recursos fora de seu país de residência, ou seja, em países que não o seu, vem se reduzindo drasticamente nos últimos anos; os EUA vêm se beneficiando em particular desta redução da aversão, atraindo significativa parcela dos investimentos externos, permitindo que se financiem desequilíbrios na Conta Corrente cada vez maiores. No caso dos EUA, devido à sua forte capacidade institucional de preservar direitos à propriedade, e ao clima favorável ao investimento, tais características se constituíram numa vantagem comparativa na atração de capitais e proporcionaram uma queda no prêmio de risco dos ativos americanos, e conseqüentemente, um aumento da demanda pelos mesmos.

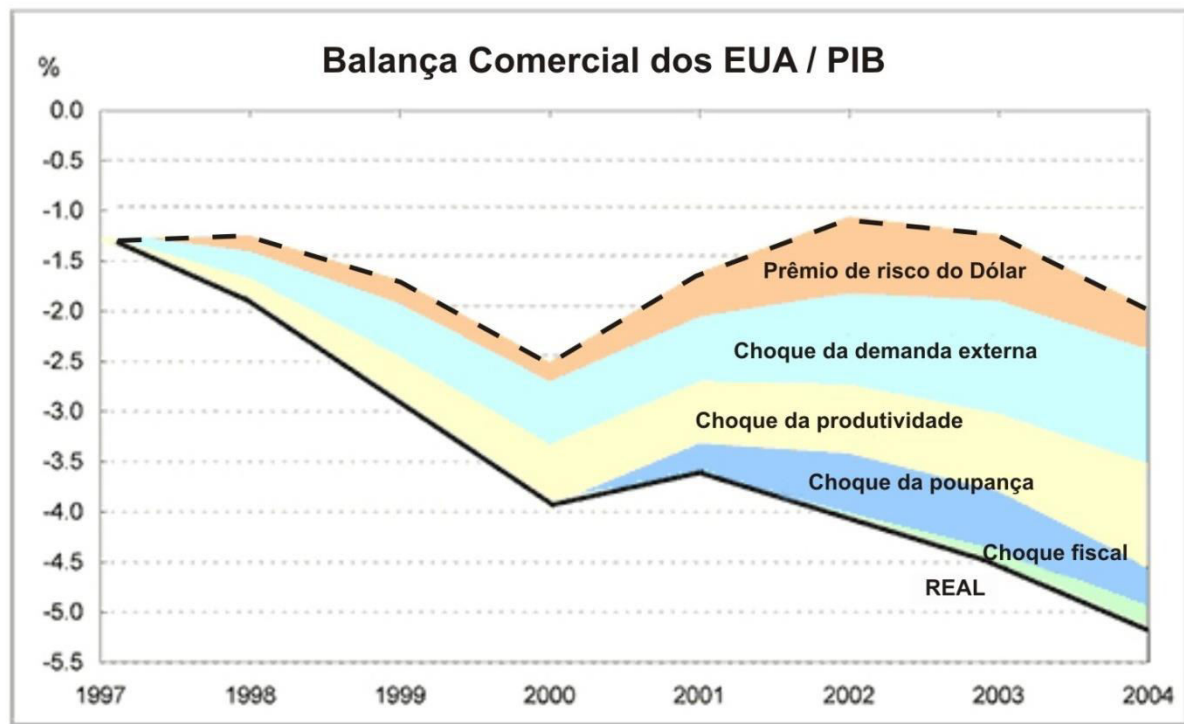
O gráfico 1 abaixo é o resultado de estudo econométrico feito pelo FED que destrincha o impacto de cada um dos 5 fatores citados acima na balança comercial dos EUA. Conforme a metodologia empregada no estudo é calculado o efeito de cada um dos fatores abaixo enumerados sobre o Dcc. São eles:

1-o efeito da política fiscal expansionista (que denominamos choque fiscal); 2- um declínio, autônomo, na taxa de poupança privada (choque da poupança); 3-um incremento na produtividade (choque da produtividade); 4- um declínio autônomo nos investimentos do exterior (choque da demanda estrangeira) 5- melhorias significativas na intermediação financeira global, que resultam em fluxo de capital para os EUA (choque do premio de risco do dólar).

Usando um modelo econométrico, foi calculada por estimativa a contribuição de cada um desses fatores listados acima para o Dcc, estimando-se o efeito de cada um deles isoladamente sobre outras variáveis, direta e indiretamente. Na linha cheia inferior, temos o Dcc real. E acima dele a contribuição estimada de cada fator isoladamente. O somatório do déficit real com as contribuições estimadas de cada fator, na linha tracejada, indicam o valor que o Dcc teria caso estes fatores não tivessem os efeitos de deprimir o Dcc na magnitude que tiveram.

Gráfico 1: Decomposição do déficit comercial

Decomposição do Déficit Comercial



Legenda:

- Choque do Prêmio de risco do Dólar
- Choque da demanda externa
- Choque da produtividade
- Choque da poupança
- Choque fiscal

Fonte: Remarks by Vice Chairman Roger W. Ferguson, 2005

Em relação ao processo de ajustamento do Déficit, Ferguson explica que é mais provável que este aconteça de forma tranqüila para a economia internacional do que num processo turbulento e desordenado³:

“To the extent that the adjustment of the U.S. current account is driven by fundamental changes in the global economy, it is less likely, in my view, to be disruptive or disorderly (...) Of course, should adjustment prove disruptive to sustainable growth and stable prices, the Federal Reserve will certainly be prepared to act. However, my sense is that the implications of current account adjustment for U.S. economic growth and inflation will most likely be benign.”

³ FERGUSON, 2005

I.2 - A POSIÇÃO DO PRESIDENTE DO FED

A posição defendida por Ben Bernanke difere bastante da exposta anteriormente por Ferguson porque não pretende fazer uma comparação entre diversos pontos de vista, sendo, portanto mais incisiva em apontar os principais responsáveis pelo alargamento do Dcc. A tese do Presidente do FED pressupõe que fatores relacionados exclusivamente ao comércio internacional de bens e serviços não são capazes de explicar a magnitude e nem o recente crescimento do déficit porque seriam apenas “a ponta do iceberg”. Neste sentido, o presidente do FED aponta uma série de fatores que caracterizam o cenário da economia internacional como responsáveis pela piora das contas externas dos EUA, isto é, situa a causa do problema em fatores exógenos à economia americana. Esta abordagem foi denominada pelo mesmo de “The Global Saving Glut”.

Resumidamente, o que Bernanke propõe é que o déficit não é “made in USA”, e para defender esse ponto enumera o conjunto de transformações que ocorreram no comércio internacional e no fluxo de capitais que apontam nesta direção. Para compreender este ponto de vista é necessário ressaltar que sua abordagem teórica pressupõe que a balança comercial é uma variável passivamente determinada pela renda doméstica (dos EUA) e do resto do mundo, preço de ativos, taxa de juros e de câmbio, as quais seriam produto de forças econômicas mais fundamentais.

Segundo Bernanke, a principal mudança no cenário internacional aconteceu nos países em desenvolvimento que após passarem décadas recebendo fluxos de capitais do exterior, inverteram suas posições e se transformaram em ofertantes de recursos líquidos. Países como Hong Kong, Coreia, Tailândia, Argentina e Brasil, que tiveram déficits em transações correntes durante o fim da década de 1990 passaram simultaneamente a ser superavitários.

Segundo dados coletados por Bernanke na European Central Bank Monthly Bulletin, e IMF World Economic Outlook, de abril de 2005, o aumento de US\$ 548 bilhões no déficit em transações correntes dos EUA entre 1996 e 2004 pode ser justificado pela melhoria nas contas externas do conjunto dos países em desenvolvimento, que desde 1996 saíram praticamente juntos de um déficit total em transações correntes de US\$ 90 bilhões para um superávit de US\$ 326 bilhões, o que representa um aumento líquido na poupança externa destes países de US\$ 416 bilhões entre 1996 e 2004 (observar tabela 1).

Tabela 1: Balanços de Conta Corrente Globais, 1996 e 2003 (Bilhões de Dólares)

Países	1996	2003
Industrializados	46.2	-342.3
Estados Unidos	-120.2	-530.7
Japão	65.4	138.2
Área do Euro	88.5	24.9
França	20.8	4.5
Alemanha	-13.4	55.1
Itália	39.6	-20.7
Espanha	0.4	-23.6
Outros	12.5	25.3
Austrália	-15.8	-30.4
Canadá	3.4	17.1
Suíça	21.3	42.2
Reino Unido	-10.9	-30.5
Em Desenvolvimento	-87.5	205.0
Ásia	-40.8	148.3
China	7.2	45.9
Hong Kong	-2.6	17.0
Korea	-23.1	11.9
Taiwan	10.9	29.3
Thailândia	-14.4	8.0
América Latina	-39.1	3.8
Argentina	-6.8	7.4
Brasil	-23.2	4.0
México	-2.5	-8.7
Oriente Médio e África	5.9	47.8
Leste Europa e antiga União Soviética	-13.5	5.1
Discrepância estatística	41.3	137.2

Fonte: Bernanke, 2005.

A referida melhora nas contas externas dos países em desenvolvimento é entendida por Bernanke como resposta destes às crises que se sucederam durante a década de 90. Em termos gerais, o que aconteceu foi que as taxas de câmbio fixas e

sobre--valorizadas e as dívidas de curto prazo em moeda estrangeira, abriram espaço para ataques especulativos, resultando na perda de confiança dos credores internacionais, levando à fuga de capitais, depreciação das moedas nacionais, queda nos preços de ativos domésticos (principalmente no mercado de ações), enfraquecimento do sistema bancário e recessão.

Portanto, para evitar o retorno dos problemas descritos acima, os países em desenvolvimento mudaram a estratégia da administração de fluxos de capitais, bem como das reservas internacionais. Começaram a construir enormes reservas como garantia de solvência, baseados na estratégia de crescimento puxado pelas exportações. Bernanke chama atenção que os Governos destes países agiram como intermediários financeiros, canalizando poupança doméstica para mercados internacionais. E até mesmo países que não sofreram diretamente com as crises, como é o caso da China, adotaram a mesma estratégia. Neste sentido, a necessidade de acumulação de reservas implica que estes países criem superávits na Conta Corrente, resultando em um aumento significativo na oferta global de poupança.

No caso particular da China, este país se constituiu como um dos principais financiadores do Dcc, porque inúmeras empresas americanas instalaram-se lá em busca de mão de obra, que é barata e fortemente controlada pelo governo. Além disso, a China mantém a paridade do yuan com o dólar em níveis depreciados como forma de estimular a produção e exportação de seus produtos, mantendo estável o crescimento do PIB.

Outro fator que influenciou o cenário internacional foi o aumento do preço do petróleo, que permitiu uma expansão no superávit dos países exportadores. Ao observar a tabela 1 nota-se que o superávit em conta corrente do Oriente Médio e África aumentou mais de 40 bilhões entre 1996 e 2004, acompanhando a alta no preço da commodity.

Por fim, a última causa desta mudança seria a tendência dos países industrializados e com população cada vez mais velha de aumentarem suas poupanças para compensar o aumento do número de aposentadorias em relação ao número de trabalhadores. Além disso, as modestas taxas de crescimento destes países representam um certo grau de esgotamento das oportunidades nacionais de investimento. Desta

forma, a tendência de se elevar a taxa de poupança, e o baixo retorno dos investimentos nos países industrializados os induz a terem superávits na conta corrente e conseqüentemente emprestar recursos para o resto do mundo.

Dadas essas novas condições nos mercados financeiros internacionais a economia norte americana destacou-se ainda mais como destino de investimentos porque possuía uma série de vantagens, tais como estabilidade política, direitos à propriedade bem garantidos e órgãos regulatórios eficientes, além de possuir a moeda de referência internacional.

Entretanto, para uma adequada compreensão de como as mudanças no cenário internacional afetaram variáveis endógenas da economia norte americana é preciso explicar os mecanismos de transmissão. Bernanke afirma que de 1996 até 2000, período de forte crescimento do Dcc, o mercado acionário foi o principal destino dos fluxos de capital do exterior, e a valorização das ações assim como o fortalecimento do Dólar frente às outras moedas aumentou a sensação de riqueza dos norte-americanos e incentivou o desequilíbrio entre importações e exportações. A partir de 2000, após o estouro da bolha das empresas da nova economia, o mecanismo de transmissão se alterou: as taxas de juros reduzidas foram o estímulo para que a taxa de poupança não se elevasse, fazendo com que os investimentos nas securities, especialmente do mercado imobiliário se transformassem na nova moda. Soma-se a isso a invenção de facilidades para o refinanciamento das hipotecas e o brutal aumento do déficit do governo; tudo isso contribuiu para a redução do nível da poupança interna norte americana e desta forma permitiu o aumento do Dcc.

A citação a seguir resume bem a posição defendida por Bernanke:

“The attractiveness of the United States as an investment destination during the technology boom of the 1990s and the depth and sophistication of the country's financial markets (which, among other things, have allowed households easy access to housing wealth) have certainly been important. Another factor is the special international status of the U.S. dollar. Because the dollar is the leading international reserve currency, and because some emerging-market countries use the dollar as a reference point when managing the values of their own currencies, the saving flowing out of the developing world has been directed relatively more into dollar-denominated

assets, such as U.S. Treasury securities. The effects of the saving outflow may thus have been felt disproportionately on U.S. interest rates and the dollar. For example, the dollar probably strengthened more in the latter 1990s than it would have if it had not been the principal reserve currency, enhancing the effect on the U.S. current account.”⁴

⁴ Bernanke, 2005

1.3 – A visão de Summers

Lawrence Summers manifestou preocupação especificamente sobre o processo de ajuste externo da economia americana, chamando atenção para a baixa taxa de poupança nacional e sua relação com o déficit em Conta Corrente. Em um estudo apresentado em março de 2004, o autor ressalta que o problema mais sério que a economia americana enfrenta nos últimos 50 anos é a baixa poupança líquida nacional, que resulta na dependência em relação ao capital externo para financiar a diferença.

O gráfico 2 abaixo ilustra o argumento do autor, que chama atenção para o forte aumento no déficit do orçamento do Governo dos EUA, o qual absorve cerca de $\frac{3}{4}$ da poupança privada, resultando numa taxa de poupança líquida nacional de cerca de 1,3% do PIB, a mais baixa taxa de poupança nacional na história do país.

Summers indaga se o nível baixo de poupança nacional é um problema grave, se é um fenômeno cíclico ou reflexo da necessidade de gastos transitórios por parte do Governo. Caso fosse um fenômeno cíclico então não haveria maiores problemas e a situação se resolveria ao longo do tempo. Porém, o autor espera uma deterioração ainda maior do Dcc, pois avaliava na ocasião que o déficit fiscal federal iria aumentar e que a taxa de poupança nacional não irá subir, dada sua tendência secular de queda.

Conclui afirmando que isto sinaliza uma trajetória não saudável para a economia americana, porque, no longo prazo não convém dispor de uma poupança nacional de apenas 1,3% do PIB. Nas palavras do Summers:

“There is little reason to expect private saving to increase, giving its secular downward trend. There is also little reason to expect federal dissaving to decrease; perhaps it will even increase over the next decade, with the United States saving 1.3 percent of its income. The arithmetic can work out in various ways: One is to invest only 1.3 percent of income, with the associated consequences for productivity; the other, as has been done in the United States, is to borrow and invest. I submit that there

is no long-run healthy path that is consistent with anything like a national saving rate of 1.3 percent of GNP.

Why do I say this? First, there is the question of sustainability. Are the current level of investment, the current quantity of borrowing, and the current account deficit sustainable? Anyone who proclaims on this question with great confidence is making a mistake. We do know that the US current account deficit is running at 5 percent of GNP, which has traditionally been a danger point. We also know that the dollar is uniquely a reserve currency, and, as has been recently pointed out, financial markets have become ever more flexible.”

Summers aponta alguns agravantes com relação ao destino dos recursos deste Dcc, que segundo ele, estariam sendo gastos parte em consumo e parte em investimento de bens não exportáveis, especialmente em imóveis. E ainda aponta para que os recursos que financiam o Dcc estariam sendo financiados com instrumentos de curto prazo e não com instrumentos financeiros de longo prazo como seria mais saudável para a economia americana.

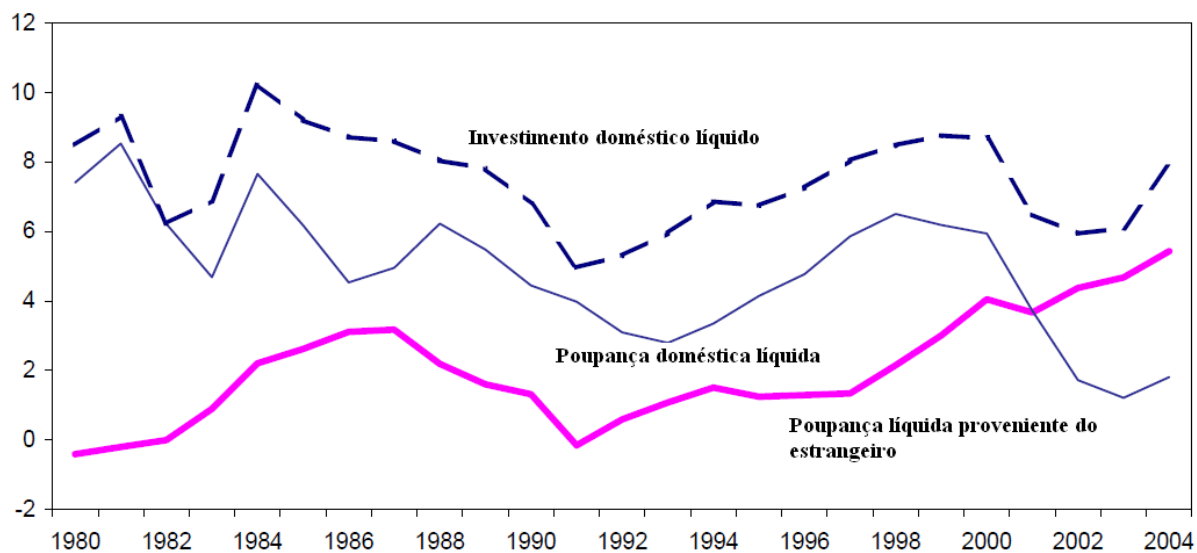
Summers aponta outras razões para preocupação: 1 - Com estas taxas de poupança nacional, tão baixa face à taxa de investimentos estrangeiros, os retornos desses investimentos feitos nos EUA não estarão disponíveis para os EUA, mas sim para estrangeiros; 2 - que esta substancial dependência do capital estrangeiro pode levar ao surgimento de pressões protecionistas em relação ao comércio internacional; 3- o aspecto geopolítico do que chama de “balanço de terror financeiro” quando países estrangeiros passam a deter um percentual expressivo de títulos de crédito contra americanos, como a China e o Japão hoje detêm, e que viessem a promover uma “liquidação” de títulos governamentais e outros títulos, criando assim uma instabilidade financeira de sérias consequências; muito embora julgue que não seja razoável que investidores sensatos e racionais viessem a fazê-lo.

Fica evidente que a manifestação do Summers também tem um caráter de manifestação política de crítica ao governo Bush e sua política econômica, em especial sua política fiscal e o crescimento vigoroso do déficit público federal.

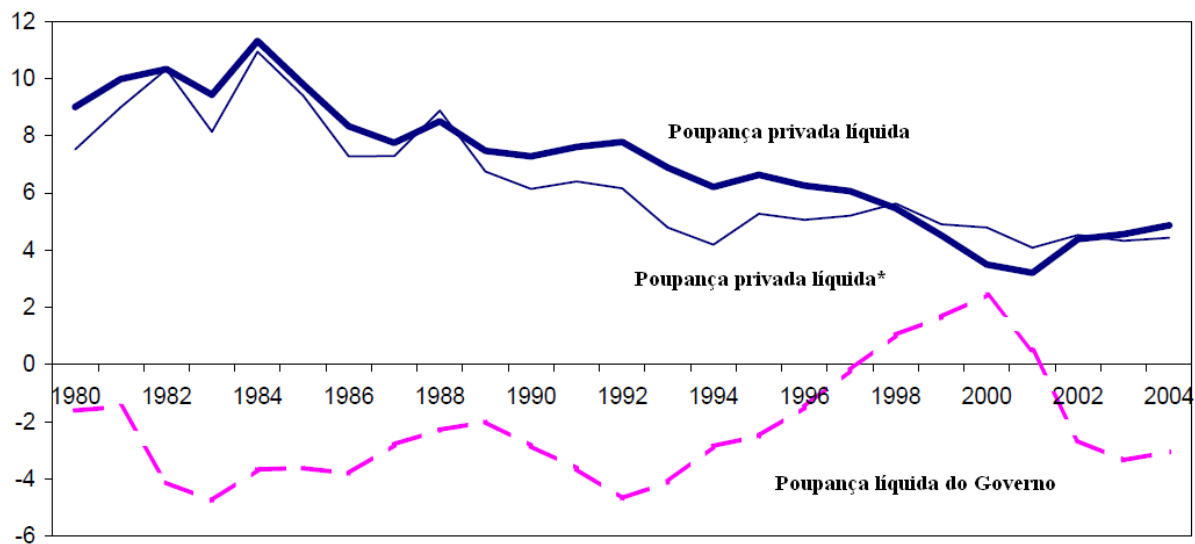
Por fim, Summers aponta que o caminho mais adequado para incrementar a poupança nacional é reduzir a despoupança federal, a qual é responsável pelo desequilíbrio na relação entre oferta / demanda em termos globais. Neste ponto o autor toca outra questão relevante, que é a dependência do resto do mundo em relação ao crescimento do PIB americano. Logo no início do artigo, Summers menciona que a economia mundial não pode “voar para sempre puxada por um único motor americano”, que, portanto, é necessário um processo de ajuste da demanda global, que contemple o aumento da poupança americana, o que requer medidas que realoquem a demanda global que será perdida pelo incremento dessa poupança.

Gráfico 2

Poupança estrangeira líquida e poupança do Governo em % do PIB



Investimento líquido e poupança privada



* Poupança privada líquida menos a discrepância estatística

Fonte: Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*.

1.4 – A visão de Alan Greenspan

Greenspan é mais um autor importante que estudou o crescimento dos déficits norte americanos. Em seu livro, *A Era da Turbulência*, o autor dedica um capítulo inteiro para a questão do Dcc, onde afirma que endividamento é um sinal de progresso porque deriva da divisão do trabalho, da especialização da economia, e do crescimento da produtividade. Segundo este ponto de vista, o alargamento do Dcc é consequência da ampliação dos ativos e dos passivos como percentagem da renda.

O autor prossegue afirmando que em sua opinião o Dcc é assunto menos urgente que outros, e que, em sua lista de prioridades, ficaria atrás de questões como o déficit orçamentário do Governo, por exemplo.

Nas palavras do próprio autor: “os receios quanto ao crescimento do endividamento ignoram um fato fundamental da vida moderna: Nas economias de mercado o endividamento crescente caminha de mãos dadas com o progresso. Em termos mais formais, a dívida sempre subirá em relação à renda, enquanto perdurarem o aumento da divisão do trabalho e da especialização de tarefas, o crescimento da produtividade e, em consequência, a ampliação tanto dos ativos quanto dos passivos como porcentagem da renda. Portanto a alta continua do índice de endividamento em relação à renda, no caso das famílias, ou do total da dívida não financeira em relação ao PIB, não é em si indicador de estresse⁵.”

Greenspan também busca explicar os motivos que levaram ao alargamento do Dcc. Em sua opinião, a explicação mais convincente para este aumento histórico do Dcc é atribuída a um conjunto de forças, embora reconheça que “as causas do enorme déficit em conta corrente dos EUA nos últimos anos são tão interativas que é difícil destrinchá-las. Como todos os componentes dos níveis de poupança e de investimento estão

⁵ A dívida não financeira inclui a dívida das famílias das empresas e do governo, mas exclui a dívida dos bancos e de outros intermediários financeiros.

interligados, os relacionamentos causais são obscuros.” Portanto, há um conjunto de fatores, que combinados, levaram a economia norte americana a essa situação de déficit. Dentre eles cita como principais:

1 - A queda do viés Doméstico, ou seja, a tendência “paroquial” dos investidores em aplicar sua poupança no próprio país. 2- O aumento da produtividade nos EUA, que resultou em aumento desproporcional na demanda global por ativos dos EUA. 3- o fato do dólar ser a moeda de reserva do sistema financeiro e comercial do mundo, 4 - o fato de alguns países comprarem títulos do Governo dos EUA para manipular suas taxas de juros e/ou câmbio (caso de Japão e China). 5 - Países em desenvolvimento não lograram encontrar investimentos tão lucrativos em âmbito doméstico com riscos tão baixos como nos EUA.

Com o fim da União Soviética, e a falência do planejamento central, o mundo entrou em uma nova fase da Globalização, que impulsionou o capitalismo competitivo. Esse período foi marcado pelo avanço nas tecnologias de transporte, informação, telecomunicações, além do fim das antigas restrições aos fluxos de capital transnacional. Todos esses grandes avanços na tecnologia e na governança diminuíram o risco de se realizar investimentos em outros países, isto é, reduziu o viés doméstico, criando assim, uma situação em que vários países incorrem em superávits e outros em déficits.

O autor prossegue afirmando que desde 1995 a taxa de produtividade da economia norte-americana vem crescendo de forma mais acentuada do que no resto do mundo, criando expectativas muito boas em relação ao retorno dos investimentos realizados nos EUA, dado o baixo risco destes. Por este motivo, houve um crescimento desproporcional da demanda por ativos dos EUA, isto é, um crescimento em termos absolutos e relativos.

Segundo o Greenspan, a diferença entre as taxas de retorno dos investimentos nos EUA por estrangeiros versus os investimentos dos EUA no exterior, faz com que os EUA recebam mais do que pagam na conta de serviço dos capitais. Porém, com o crescimento dos investimentos estrangeiros nos EUA, o serviço da dívida será crescente, exigindo um adicional de financiamento.

Para Greenspan a questão mais importante é se o ajuste externo ocorrerá de forma caótica, com o colapso do dólar, ou de forma harmônica. Ele responde essa pergunta afirmando que o ajuste será suave, porque chegará um momento em que os investidores internacionais hesitarão em adquirir mais ativos americanos, mesmo que as taxas de retorno sejam altas e os riscos baixos. Isso acontecerá porque o portfolio destes investidores estará demasiadamente concentrado em ativos americanos, e os investidores desejaram diversificar seus ativos para diluir os riscos de perda, comprando outras moedas sem ser o dólar. É a ideia tradicional de que não se coloca todos os ovos numa mesma cesta. Para Greenspan, a simples resistência dos investidores estrangeiros em financiar o déficit externo americano será o fator determinante para a redução do déficit. O ajuste externo só será caótico se a irresponsabilidade fiscal não for combatida e se o mundo entrar numa onda protecionista.

“A razão pela qual suspeito que o grande déficit em conta corrente dos EUA em 2006 não teve sérias consequências negativas para a economia americana é o fato de ter sido, em grande parte, manifestação da especialização e da divisão do trabalho cada vez maior que se desenvolve num ambiente global de alta tecnologia totalmente novo. A reunião de todas as evidências – casuísticas circunstanciais e estatísticas – gera forte indicio, pelo menos para mim, de que o déficit em conta - corrente dos Estados Unidos, em nível recorde, reflete um conjunto mais amplo de déficits e superávits compensadores crescentes, que refletem as transações das entidades econômicas americanas – famílias empresas e governos – em boa parte dentro das fronteiras americanas. Tais déficits e superávits, em tese, estão crescendo há décadas, talvez gerações. O longo movimento de alta nessa fatia mais ampla de déficits tem sido persistente, mas gradual. Contudo, o componente isolado deste vasto conjunto que capta apenas o financiamento externo líquido dos desequilíbrios isolados das entidades econômicas americanas – nosso déficit em conta corrente- aumentou para 6,5% do PIB americano em 2006, em comparação com índices desprezíveis em princípios da década de 1990.”

Capítulo II – A INSERÇÃO DOS EUA NA ECONOMIA MUNDIAL

II.1 - A CONDIÇÃO DE MARSHALL - LERNER

A condição de Marshall – Lerner é definida por Blanchard a partir de uma identidade macroeconômica:

$$NX \equiv X(Y^*, \varepsilon) - \varepsilon Q(Y, \varepsilon).$$

Onde NX representa a exportação líquida, ou saldo da balança comercial, sendo X as exportações, Q as importações (em quantidades), e ε a taxa de câmbio real, que é definida como o preço relativo dos bens estrangeiros (P^*) em termos de bens produzidos nos EUA (P).

$$\varepsilon \equiv EP^*/P$$

A partir desta definição, a fórmula do saldo da balança comercial demonstra que a exportação é uma função do PIB do resto do mundo (Y^*), e da taxa de câmbio real (ε), sendo positivamente correlacionada com ambas variáveis. Já as importações são função positiva do PIB doméstico (Y), e da taxa de câmbio real, sendo função negativa desta variável.

Considerando-se que um aumento de ε causa uma depreciação na taxa de câmbio real, a expressão pode ser reescrita como: $\Delta NX = \Delta X - \Delta Q$, Onde se observa que a variação das exportações líquidas vai depender da elasticidade das exportações e das importações em relação à taxa de câmbio real. Neste ponto chega-se à condição de Marshall – Lerner, que demonstra que se a soma das elasticidades preço das importações e exportações for maior do que 1 (em termos absolutos), uma desvalorização na taxa de câmbio melhora o saldo da balança comercial de um país no longo prazo. No curto prazo há uma piora no saldo da balança comercial porque os

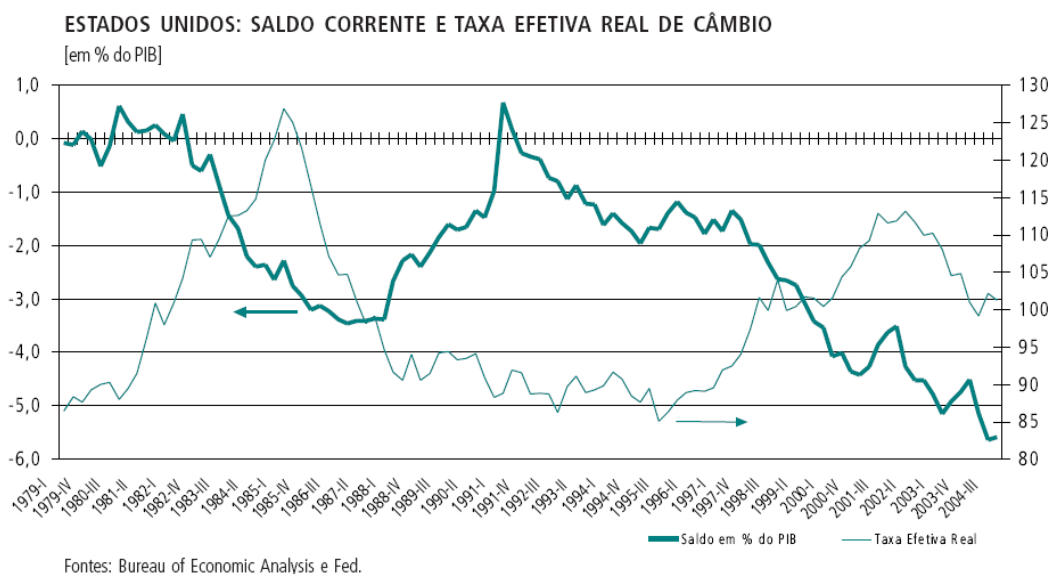
agentes econômicos demoram a se adaptar às novas condições dos preços, fato conhecido como a curva J.

Truman⁶ discorre explicitamente sobre a possibilidade de o ajuste cambial proporcionar um equilíbrio na Conta Corrente dos EUA, o que seria uma observação empírica do funcionamento da condição de Marshall – Lerner. Porém, o autor afirma que apesar da depreciação do Dólar, a partir de 2002, o déficit continuou aumentando. O equilíbrio externo neste caso não foi alcançado porque a demanda doméstica dos EUA continuou crescendo a uma taxa muito alta, mantendo inalteradas as quantidades de bens comprados do exterior, apesar do preço destes ter aumentado.

Sobre a depreciação da taxa de câmbio, Truman ressalta que o valor do Dólar caiu em média 15% em termos nominais, frente a uma cesta composta por 26 moedas dos principais parceiros comerciais dos EUA. Porém, ao destrinchar esta cesta de moedas, nota-se que a desvalorização do dólar se concentrou nas moedas dos países industrializados. Os países em desenvolvimento observaram pequenas mudanças em suas taxas de câmbio em relação ao Dólar, sendo este um dos motivos pelo qual o autor considera que não houve um impacto muito grande da desvalorização do Dólar nas importações dos EUA. O gráfico 3 abaixo mostra a evolução da taxa de câmbio e do Dcc.

⁶ Truman, 2005.

Gráfico 3 – Saldo de conta corrente e taxa de câmbio



O trecho a seguir representa de forma sintética a opinião de Truman:

“Notwithstanding the dollar’s depreciation over the past three years, the US external deficit has continued to widen. This is not because exchange rate changes have suddenly become ineffective in influencing trade patterns, because of so-called J-curves and delayed adjustment, or because of reduced pass-through of changes in exchange rates into import and other prices... The principal explanation for the lack of US external adjustment is that US domestic demand has continued to expand at a rapid rate, which has more than offset the influence of exchange rate changes. For example, although euro area policymakers periodically speak out against the brutal 50 percent appreciation of the euro against the dollar, the simple fact is that the impact on their economy so far has been limited.”⁷

⁷ Truman 2005, página 19.

II.2 - ANÁLISE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS AMERICANO

A análise do Balanço de Pagamentos (BP) americano deve considerar algumas particularidades referentes à inserção dos EUA no sistema financeiro internacional. A primeira destas particularidades é o fato do país ser emissor da principal moeda de conta do sistema financeiro internacional, fato que isenta os EUA das clássicas restrições de balanço de pagamentos a que estão sujeitos os demais países. Franklin Serrano já observou que:

“No novo sistema monetário internacional, que se consolidou nas décadas de 1980/90, os Estados Unidos podem incorrer em déficits em balanço de pagamentos de qualquer monta e financiá-los tranquilamente com ativos denominados de sua própria moeda. Além disso, a ausência de conversibilidade em ouro, dá ao dólar e aos Estados Unidos, a liberdade de variar sua paridade em relação às moedas dos outros países conforme sua conveniência, através da movida da taxa de juros. E, nesse sentido, a ausência da conversibilidade em ouro elimina pura e simplesmente o problema da restrição externa para os Estados Unidos”. (Serrano 1997:1)

O gráfico 4 abaixo foi elaborado a partir da tabela 2, que expõe os números relativos à conta corrente dos EUA. Observa-se, desta forma, a configuração das contas que fazem parte das transações correntes.

Tipicamente os EUA são superavitários nas contas de serviços e rendas, devido aos fretes, seguros e remessas de lucros auferidos no exterior. A Conta de transferências unilaterais é tipicamente negativa e é resultado de outra característica peculiar da economia dos EUA: o grande número de imigrantes enviando renda para seus parentes que vivem fora dos EUA.

Gráfico 4 – Conta corrente dos EUA e seus componentes

(em Bilhões de Dólares)



Tabela 2 – Conta Corrente dos EUA e seus componentes

	Serviços (Milhões de Dólares)	Rendas (Milhões de Dólares)	Transferências Unilaterais (Milhões de Dólares)	Balança Comercial (Milhões de Dólares)	Saldo de Conta Corrente (Milhões de Dólares)
1998	82081	4265	-53187	-248221	-215062
1999	72072	13888	-50428	-336310	-300779
2000	67453	21054	-58645	-446233	-416371
2001	57586	31722	-64487	-421980	-397158
2002	54821	27398	-64948	-475345	-458074
2003	47361	45309	-71794	-541544	-520668
2004	56286	67219	-88362	-665631	-630488
2005	69625	72358	-105772	-783801	-747590
2006	80216	48085	-91481	-839456	-802636
2007	121093	99553	-115548	-823192	-718094
2008	135850	151974	-122026	-834652	-668854
2009	132036	121419	-124943	-506944	-378432

Fonte: BEA

De acordo com o que foi explicado na primeira parte deste capítulo, a conta de capital é uma das principais responsáveis pelo financiamento do BP dos EUA. Entretanto, ao analisar-se essa conta com mais atenção é possível identificar uma transformação bastante relevante, que se iniciou em 2000, mas só se concretizou em 2002. Houve uma importante transformação na composição Conta de Capital: Até 2000 o investimento direto na bolsa de valores desempenhava um papel chave no mercado financeiro internacional, sendo uma das principais entrada de recursos dos EUA, mas com o estouro neste ano da bolha especulativa das empresas “Dot-com” houve uma forte corrida por outros ativos. Quando em 2002 a bolsa apresentou mais uma crise, uma saída encontrada pelos investidores internacionais foi comprar títulos do Governo. Portanto, a partir de 2002 as Securities ocuparam o vácuo deixado pela bolsa de valores. Essa mudança é bastante significativa porque ações na bolsa e títulos do governo são ativos praticamente antagônicos. Para começar um deles é do setor público e o outro é privado. As ações têm rendimentos indeterminados (ex-ante), isto é, tem um risco inerente ao investimento, enquanto que as Securities tem risco considerado igual a zero, além de ter rendimentos pré determinados. E por fim, houve também uma grande procura por títulos de dívida privados, donde se destacaram os títulos imobiliários. Citando Bernanke :

“From about 1996 to early 2000, equity prices played a key equilibrating role in international financial markets. The development and adoption of new technologies and rising productivity in the United States--together with the country's long-standing advantages such as low political risk, strong property rights, and a good regulatory environment--made the U.S. economy exceptionally attractive to international investors during that period. Consequently, capital flowed rapidly into the United States, helping to fuel large appreciations in stock prices and in the value of the dollar.”⁸

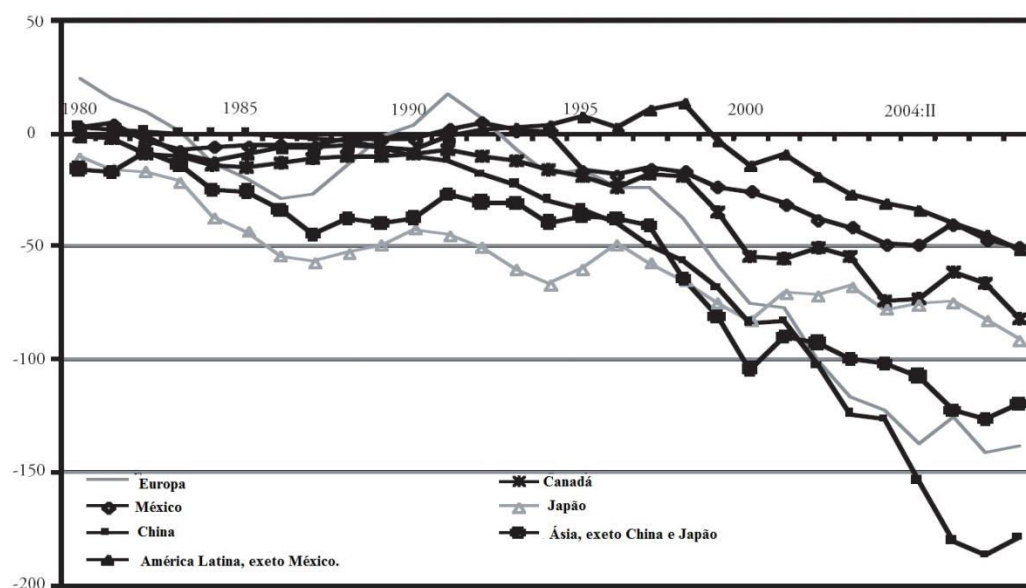
Outra modificação importante relacionada à preponderância dos Títulos da dívida do Governo como fonte de financiamento externo se relaciona com a maneira pela qual a população americana é beneficiada. Os EUA são o país onde a população tem uma participação muito alta na bolsa de valores. Desta forma, até 2002 os gastos dos agentes econômicos eram impulsionados principalmente pela expectativa de ganhos futuros das ações, os quais eram acentuados pela presença de capital estrangeiro.

⁸ Bernanke, 2005.

Por outro lado, quando as Securities tomaram a frente, os agentes econômicos passaram a se beneficiar com as facilidades do crédito imobiliário. A principal diferença entre os dois momentos reside no fato de que hipotecas são contratos de longo prazo, cujo risco difere daquele que as ações proporcionam, sendo um pouco menos líquidos e menos voláteis. Desta forma, os agentes econômicos passaram a gozar de um barateamento do custo de vida fenomenal, pois, para a maioria das pessoas um apartamento ou uma casa são os bens de maior valor. Portanto, se com as ações os agentes podiam aumentar o valor de sua riqueza, com as Securities eles presenciaram um barateamento de seus custos de vida.

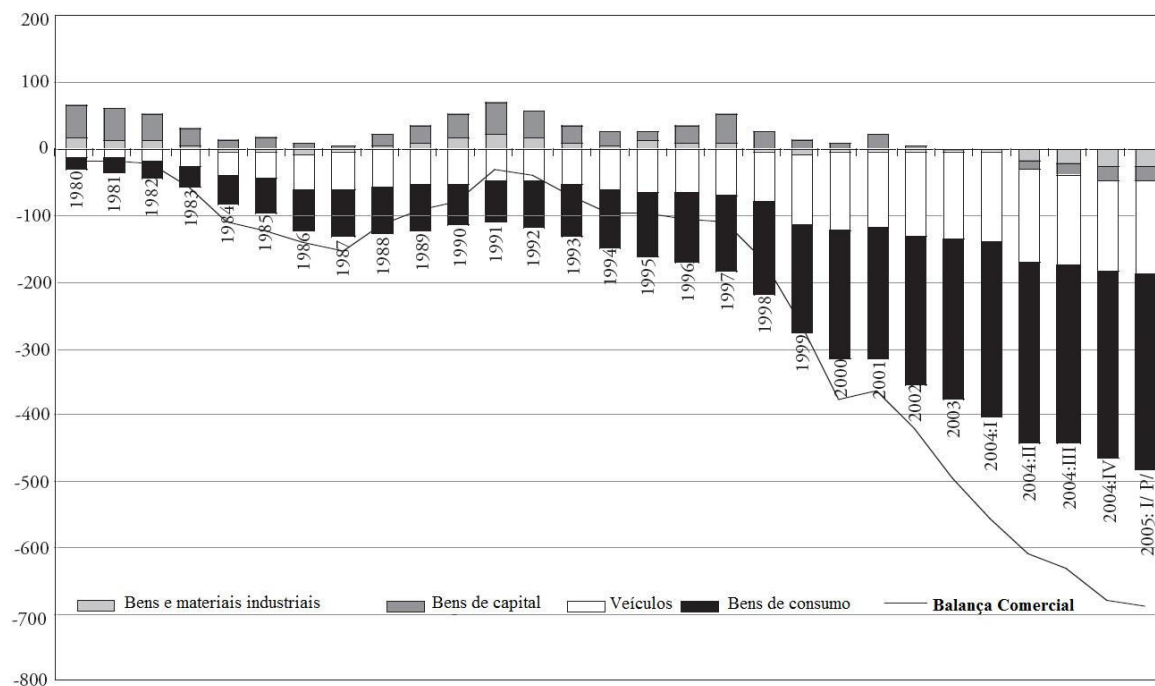
Outra característica do Balanço de pagamentos Americano que deve ser ressaltada é origem dos bens que causam o déficit em transações correntes. O processo de transnacionalização das grandes empresas, que começou na década de 1970, motivado pela busca de mão de obra mais barata e incentivos fiscais é uma das causas do déficit comercial e é responsável por um certo grau de inelasticidade das importações, já que os produtos fabricados no exterior tem como publico alvo o mercado interno dos EUA. Desta forma, ao observar os gráfico 5 e 6 abaixo, nota-se o crescente déficit comercial com a Ásia, incluindo China e Japão. Já no gráfico 5 observa-se o crescimento expressivo do déficit comercial relativo a bens de consumo e automóveis.

Gráfico 5 – Déficit comercial bilateral



Fonte: BEA

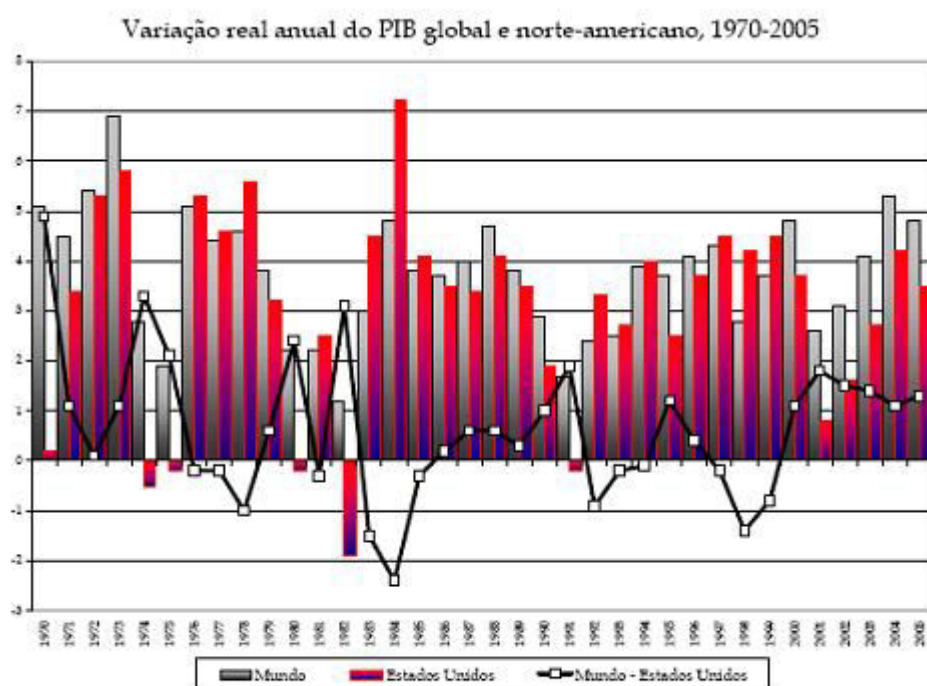
Gráfico 6 – Déficit comercial desagregado



II.3 - O PESO RELATIVO DA ECONOMIA NORTE AMERICANA

Para uma adequada compreensão do papel desempenhado pelo déficit em conta corrente dos EUA é necessário destacar a importância e a inserção da economia norte americana em relação ao resto do mundo. O primeiro dado que chama atenção neste sentido é a contribuição do PIB norte americano para o PIB global, estimada entre 20% e 30% conforme a metodologia empregada. Há, portanto, uma forte correlação entre as taxas de crescimento do PIB global e do PIB norte-americano, conforme observado no gráfico 7.

Gráfico 7



Fonte: BEA e FMI, base do *World Economic Outlook* (versão de abril de 2006, em todos os gráficos e tabelas que a empregam, salvo menção em contrário).

Elaboração: Silva, 2006

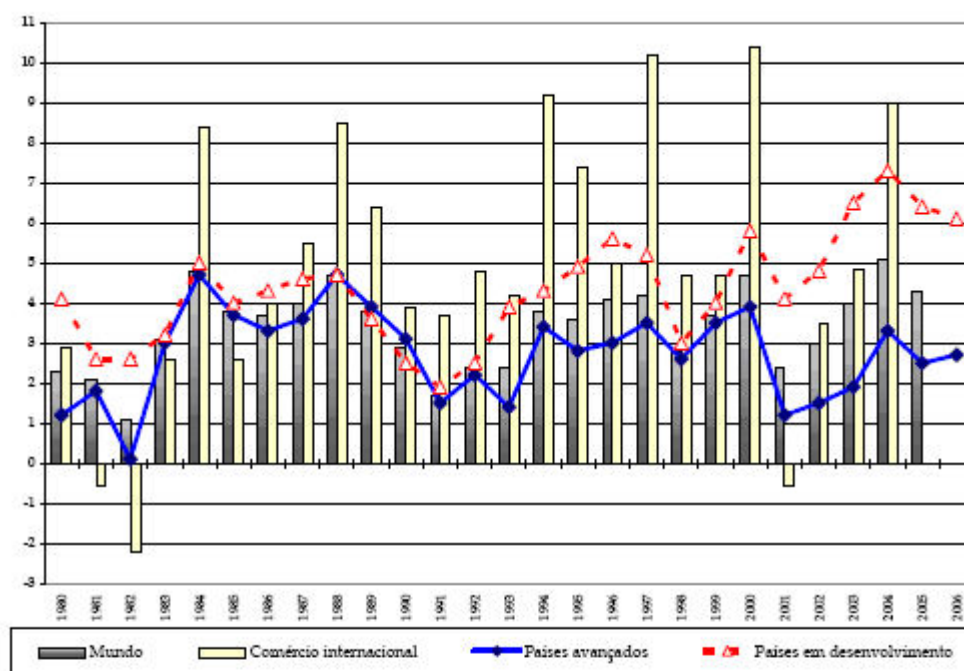
Apesar da economia dos EUA apresentar uma relação interna entre o comércio exterior e o PIB baixa, o país responde por uma fração significativa do comércio internacional, sendo em 2004 responsável por 16,5% das importações globais, e 9,2% das exportações globais de bens.⁹ Isto faz a economia norte-americana ser a segunda maior importadora do mundo, se considerarmos a União Europeia como uma só economia. A consequência desta configuração é que variações no PIB norte-americano transformam-se em oscilações significativas nas exportações do resto do mundo, afetando o crescimento global, conforme verificado no gráfico 7.

Uma das tendências do comércio internacional presente no período analisado é a integração comercial, que está se intensificando, e é liderada pelos EUA. Este fenômeno pode ser observado pela elevada razão entre o volume do comércio Internacional e o PIB global. Nota-se que há correlação entre as duas variáveis, sendo que o volume do comércio internacional varia de forma mais elástica, conforme pode ser observado no gráfico 8. Uma outra medida da integração comercial é a relação entre o fluxo de comércio internacional (exportações mais importações) e PIB, que pode ser observada na tabela 3. Antônio Carlos Macedo e Silva ressalta que esta relação pode ser usada como uma estimativa grosseira da elasticidade – PIB, sendo que para o período de 2000 a 2005, tal elasticidade ficou em 1,39 (observar tabela 4). Segundo dados da OMC, em 2004, as exportações globais de bens (US\$ 8,9 trilhões) chegaram a aproximadamente 22% do PIB global (US\$ 40,1 trilhões)

⁹ WTO. Internacional Trade Statistics 2005.

Gráfico 8

Taxas anuais de crescimento do comércio internacional (volume) e do PIB real (global, países avançados e países em desenvolvimento) ⁽¹⁾



(1) Os dados dos “países em desenvolvimento” correspondem ao grupamento “outros países emergentes e em desenvolvimento”, empregado pelo FMI, que não inclui Hong Kong, Coreia do Sul, Singapura, Taiwan (i.e., os “países asiáticos de industrialização recente”) e Israel, considerados “avançados” pelo FMI. Noutros termos, o grupo inclui América Latina e Caribe, África, os países restantes do Oriente Médio, os demais países em desenvolvimento da Ásia, os países da Europa Central e do Leste (entre os quais a Turquia), a Rússia e a Comunidade de Estados Independentes (agregado de 12 países que, além da Rússia, vai da Armênia ao Usbequistão).

Fontes: FMI, base do *World Economic Outlook* e Organização Mundial do Comércio (volume global de exportações).

Elaboração: Silva, 2006

Tabela 3

Comércio de bens (exportações mais importações) em % do PIB: G-7 e países selecionados da América Latina e da Ásia

	1983-1990	1992-2000	2002-2003
Países de renda elevada	31,2	34,6	38,1
Alemanha	49,4	44,0	55,9
Canadá	46,3	62,0	63,3
Estados Unidos	14,6	18,2	18,3
França	36,9	40,4	45,1
Itália	34,5	37,2	41,0
Japão	18,9	15,9	19,4
Reino Unido	42,5	42,5	39,4
América Latina e Caribe	23,9	29,3	41,5
Argentina	13,1	16,3	33,7
Brasil	15,5	15,4	24,5
Chile	45,4	48,1	54,2
México	29,7	48,9	53,5
Leste Asiático e Pacífico	37,4	55,4	66,9
China	27,2	39,4	54,4
Coréia	59,4	53,9	59,6
Hong Kong	195,7	238,1	275,5
Índia	11,4	18,1	20,9
Indonésia	38,4	49,9	48,0
Malásia	101,2	165,4	178,4
Tailândia	50,6	78,9	107,3
Mundo	31,4	35,8	40,9

Fonte: Banco Mundial. World Development Indicators online. Elaboração: Antonio Carlos M. Silva

Tabela 4

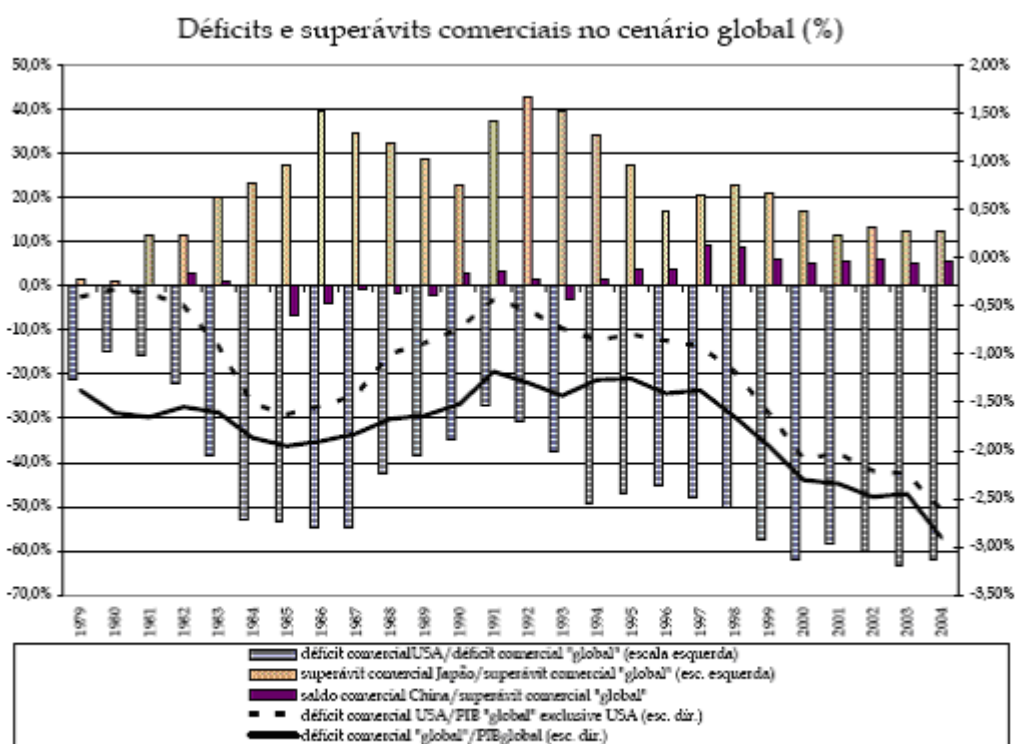
Variação real do PIB, mundo, países e regiões (média anual)

	1983-1990	1992-2000	2002-2005	1983-2005
Mundo	3,8	3,6	4,3	3,7
Economias avançadas	3,7	2,9	2,4	3,0
Estados Unidos	4,0	3,7	3,0	3,4
Japão	4,2	1,0	1,7	2,3
União Européia	2,8	2,4	1,7	2,3
Eurolândia	n.d.	2,1	1,2	n.d.
NICs asiáticos	8,6	5,9	4,7	6,5
Países em desenvolvimento	4,0	4,5	6,6	4,6
Ásia em desenvolvimento	7,1	7,8	8,2	7,5
China	9,8	10,5	9,8	10,0
América Latina e Caribe	1,8	3,3	3,0	2,6
Brasil	2,4	2,8	2,4	2,5
CEI e Mongólia	3,1	-4,2	7,0	0,5
Europa Central e do Leste	2,3	2,7	5,2	2,4
África	2,5	2,4	4,7	2,8
MEMO: crescimento do comércio internacional	5,2	6,7	5,7	5,6

Fonte: Banco Mundial. World Development Indicators online. Elaboração: Silva, 2006

Outra tendência que chama muito a atenção é o aumento da razão entre a somatória de déficits em conta corrente e o PIB global, que chegou a 2,6% em 2004.¹⁰ Para se ter uma idéia da escala deste dado, é preciso ter ciência que esta mesma razão era de 1,1% em 1995, e que durante estes nove anos além do considerável crescimento do PIB global, aumentou de forma considerável o número de países superavitários, de forma que resultou numa concentração destes déficits nos países desenvolvidos, basicamente nos EUA. O gráfico 9 mostra a evolução das relações entre o déficit comercial americano e o comércio internacional global de um ponto de vista histórico.

Gráfico 9



Fonte: FMI, base do *World Economic Outlook*.

Elaboração: Silva, 2006

Analisando-se com cuidado os fluxos de capitais também se observam dados impressionantes acerca da integração financeira. O que não aparece nos saldos dos balanços de pagamentos são os fluxos brutos de capitais, os quais vem atingindo

¹⁰ Silva, 2006.

proporções inéditas, e se intensificaram muito entre os países desenvolvidos. O estudo de Lane e Milesi-Ferreti (2006, p.15) demonstra que a relação entre ativos e passivos externos dos países e o PIB global chegou a 300% em 2004.¹¹ Para se ter uma ideia da velocidade da expansão, e sua recente aceleração, tal índice era de 45% em 1970, 100% em 1987 e 200% em 1998. Isso significa que durante o período 2000 até 2004, a integração financeira (de acordo com este método de mensuração) foi mais rápida que a integração produtiva e a comercial.

Dos dados mostrados acima conclui-se que o déficit comercial dos EUA desempenhou um papel fundamental para a manutenção do crescimento mundial, e transformou este país em um “consumidor de ultima instancia” da economia mundial, sendo uma fonte líquida de demanda efetiva. Além disso, observa-se que nos período de expansão do PIB global, o déficit em conta corrente tende a crescer mais rapidamente.

¹¹ Lane, P. R.; Milesi-Ferretti, G. M. 2006.

CONCLUSÃO

As manifestações e análises das autoridades americanas enfocadas nesta monografia, buscaram relacionar e entender as inúmeras causas e fatores que determinam o Dcc, e seu comportamento frente à cada variável. Todos os autores focam no aumento expressivo do Dcc no período estudado e, projetando o futuro, indagam sobre a sustentabilidade do Dcc, e especulam sobre um eventual ajuste, e se esse ajuste seria suave ou abrupto.

A partir dos dados e opiniões expostas nos capítulos anteriores, observa-se que a expansão do Dcc dos EUA, durante o período analisado, não provocou no FED a adoção ou proposição de medidas específicas; embora tenha diagnosticado o desequilíbrio das contas externas, seu foco no período foi o crescimento da demanda agregada doméstica; as contas externas dos EUA foram tratadas como variáveis passivas e suas magnitudes não fazem parte das metas do FED. Observe-se que um ajuste nas contas externas dos EUA na ocasião, provocaria uma então indesejável e expressiva redução no crescimento do PIB dos EUA e do resto mundo no curto prazo. Além disso, os países que estavam obtendo benefícios com a manutenção da alta demanda nos EUA incentivaram esta política econômica financiando o Dcc, porque era uma forma conveniente de manter a taxa de crescimento de suas economias. Nenhum político sensato, tanto nos EUA quanto em outros países, desejaria lidar com um ajuste externo que implicasse em redução do crescimento de suas economias. Houve portanto, uma relação de co-dependência na conjuntura econômica internacional que foi permissiva em relação à continuidade do Dcc.

Entretanto, há várias questões relacionadas ao Dcc que não podem ser ignoradas. Em primeiro lugar, causa estranheza o fato de que os países em desenvolvimento financiem os países desenvolvidos. Seria mais aceitável que os países ricos, aonde abundam capitais, tivessem superávits e investissem nos países em desenvolvimento, que possuem menos capital por trabalhador. Desta forma, surgiriam investimentos com

taxas de retorno mais altas, gerando ganhos de produtividade que contribuiriam de forma significativa para o crescimento do PIB mundial.

Em segundo lugar, não é desejável que os EUA desempenhem o papel de único “motor da economia mundial”. Pois se a diversificação de ativos faz parte da estratégia de diversos investidores para diluir os riscos de perda, a mesma ideia se aplica para o crescimento do PIB mundial. Num mundo marcado pela globalização, com avanços tecnológicos e encurtamento das distâncias, existem condições para que inúmeros países se destaquem como polos de desenvolvimento, o que propiciaria o crescimento do PIB mundial a taxas mais constantes, diminuindo a dependência em relação aos EUA.

Em terceiro lugar nota-se que o enfoque na análise do financiamento do Dcc é voltado para o fluxo de capitais e não para o estoque de títulos e exigibilidades em poder de terceiros, cujo valor real é função de variáveis como taxa de câmbio, de juros e outros, cuja variação implica em ganhos e perdas de capital para seus detentores. Um ajuste no Dcc, que alguns julgam inevitável, geraria alterações patrimoniais significativas para os detentores de títulos americanos, que não são analisadas pelos autores. Igualmente o perfil do destino dos recursos que ingressam, se para consumo ou produção de bens exportáveis, é objeto de pouca atenção.

Por fim, embora os autores abordados neste estudo diverjam em vários aspectos, todos concordam que a redução do déficit orçamentário do Governo americano seria a melhor maneira de minorar o aumento do Dcc., por aumentar a poupança interna. Bernanke, por exemplo, propõe aumento da poupança doméstica dos EUA através de incentivos fiscais, com abatimentos no imposto de renda. Além disso, sugere que a liberalização financeira se intensifique nos países em desenvolvimento, para que o fluxo de capital siga seu caminho mais natural. Para isso, alerta que deve-se reforçar os direitos à propriedade, estabilizar as variáveis macroeconômicas, principalmente a inflação, reduzir a corrupção e aumentar a transparência das instituições bancárias por todo o mundo.

IV - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNANKE, Ben. **Remarks at the Sandrige lecture**, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia. 10 de março, 2005

BERNANKE, Ben. **Remarks at the Homer Jones lecture**, St. Louis, Missouri, 14 de Abril, 2005.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia: Teoria e política econômica**, Campos 2001.

FERGUSON, Roger W. **Remarks by Vice Chairman of FED**. Chapel Hill, North Carolina. 20 de abril , 2005

GREENSPAN, Alan. **A era da turbulência**. Campos 2008.

GREENSPAN, Alan. **“Current Account,”** Apresentação na “Advancing Enterprise 2005 Conference” Londres, 4 de Fevereiro de 2005.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. ***The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004.*** International Monetary Fund, 2006.

MANN, Catherine L. **Commentary: The end of large current account deficits, 1970-2002: Are there lessons for the United States?** 2005

NONNENBERG, Marcelo José. **Aumento do déficit em conta corrente norte-americano e perspectivas de desvalorização do Dólar**. Boletim de conjuntura, IPEA 2005.

SERRANO, Frankling. **Do ouro imóvel ao Dólar Flexível**, Economia e Sociedade, nº19, Campinas, 2002.

SILVA, Antonio Carlos Macedo. **A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global**. Política econômica em foco nº 7 – nov. 2005 / abr. 2006

TRUMAN, Edwin. **Postponing global adjustment: An Analysis of the pending adjustment of global imbalances**, Institute for International Economics, 2005.